

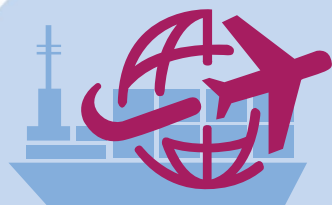
항공

Overweight
(Maintain)

2016. 10. 11

강한 여객 수요+저유가=이익 급증

저유가와 수요 확보 경쟁에 따른 항공권 가격 메리트 강화로 해외 여행객수는 신규 수요까지 더해지면서 성장세가 이어지고 있다. 이에 따라 항공사들의 3분기 영업이익은 큰 폭의 개선이 무난할 전망이다. 향후 대한항공은 장거리 노선 네트워크 확대를 통해 프리미엄 서비스 강화 및 환승 고객 유치, 아시아나항공은 에어서울 취항 이후 저가 수요 분리를 통한 운임 정상화가 관건이 될 것이다. 제주항공은 신규 노선 발굴의 어려움에도 불구하고 높은 성장성과 부가 서비스 강화가 기대된다는 점에서 coverage를 개시한다.



조선/운송/여행
Analyst 조병희

02) 3787-5129

bhcho@kiwoom.com

키움증권

Contents



INVESTMENT SUMMARY 3

- > 신규 수요 창출을 통한 LCC의 성공적인 시장 안착 3
- > 늘어나는 참가자와 항공기 투입으로 수익성 유지 우려 해소 방안은? 3
- > 3Q Preview: 해외 여행 최성수기 +저유가 효과가 이익으로 반영 3

I. 커지는 시장, 늘어나는 참가자 4

- > LCC 성공적인 노선 확장으로 단거리 여행객 급증 4
- > 시장 성장과 함께 참여자도 증가 5
- > 기재 추가 도입으로 신규 노선 개발 필요성 부각 6
- > FSC는 장거리 노선 프리미엄 강화 7

II. 부가서비스 확대에 승부 8

- > 저항감 없는 부가서비스 강화 8
- > 제주항공은 빠르게 부가 서비스 확대 9

III. LCC와 FSC, 해외 LCC와 비교 10

- > 국내 LCC와 FSC와 비교 10
- > 국내 신생 항공사들과 해외 LCC 비교 11

IV. 3Q Preview 12

- > 성수기 효과 + 저유가 + 메르스 기저 효과 12

기업분석 13

- > 대한항공(003490) 14
- > 아시아나항공(020560) 17
- > 제주항공(089590) 20

- 당사는 10월 10일 현재 동 자료상 투자 의견이 제시된 종목들의 발행주식은 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

- 당사는 동자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.

- 동자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.

- 동자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

수요 증가와 저유가 효과 지속

>>> 국내 LCC의 성공적인 시장 확대

08년 이후 제주항공과 진에어 등 신생 항공사들은 가격 메리트를 최대 경쟁력으로 내세우며 단거리 국제선에 진출, 기존 수요 잠식뿐 아니라 신규 여행 수요를 창출하며 시장 점유율을 빠르게 상승시켰다. 특히 일본과 동남아 등 항공자유화 지역 중심으로 매력적인 운임을 제시하며 비용 부담을 크게 완화시키며 여행 횟수를 증가시키고 있다.

>>> 정상화되는 FSC, 늘어나는 LCC 공급

기존 양대 항공사는 신생 항공사와의 M/S 경쟁 우려와 그룹 관련 불확실성이 주가에 부담으로 작용했었지만 대한항공은 장거리 노선에 강점을 가진 프리미엄 서비스 항공사로, 아시아나항공은 에어서울 취항을 통해 운임 경쟁력을 다시 회복하려는 움직임이 나타나고 있다. 한편 단거리 노선은 수요 확보를 위한 가격 경쟁이 계속되는 가운데 항공사들의 기재는 늘어나고 있어 신규 노선 발굴이 관건이 되고 있다. 따라서 미국이나 유럽 등의 LCC처럼 각종 부가 서비스를 얼마나 확대시키며 수익성을 유지시킬 수 있을지를 주목해야 할 것이다.

>>> Top pick: 대한항공

우리는 Top pick으로 영업외 이슈가 해소 국면으로 진입함에 따라 이제는 저유가와 여객 수요가 동시에 증가하는 상황에서 얼마나 큰 이익을 창출하는 지를 주목해야 되는 대한항공 (투자의견 BUY, 목표주가 40,000원)을 제시하고, 에어서울 취항이라는 호재가 유상증자 이슈에 가려진 아시아나항공 (투자의견 BUY, 목표주가 5,500원)도 가격 메리트가 발생하고 있다고 판단한다. 한편 수익성 높은 신규 단거리 노선 발굴과 경쟁 심화라는 숙제를 가지고 있지만 부가 서비스 확대로 수익성 개선 여력이 있고, 여전히 높은 성장률이 기대되는 제주항공(투자의견 BUY, 목표주가 39,000원)에 대한 coverage를 개시한다.

Investment Summary

>>> 신규 수요 창출을 통한 LCC의 성공적인 시장 안착

지난 해 11월 제주항공이 신규 상장되면서 기존 양대 항공사 체제에 변화가 발생했다. 특히 제주항공은 설립 이후 기존 양대 항공사와는 다르게 상대적으로 수익성이 높은 단거리 여객 노선에 집중하고, 낮은 가격을 제시하는 LCC 개념을 처음으로 도입했고 이후 진에어와 이스타항공 등 신규 항공사들은 가격 메리트를 통해 국내선은 물론이고 국제선에서도 빠르게 점유율을 높여왔다. 무엇보다 기존 항공사 수요뿐 아니라 비용 부담 완화에 따른 신규 여행 수요 창출과 방문 횟수 증가로 시장을 확대시켰다는 점이 가장 긍정적 요인이 될 것이다. LCC들은 일본과 동남아시아 등 항공 자유화 지역 중심으로 공급을 확대시키며 전반적인 운임 인하 효과로 연결되기도 했다.

>>> 늘어나는 참가자와 항공기 투입으로 수익성 유지 우려 해소 방안은?

하지만 상장 이후 제주항공의 실적은 시장 기대에 미치지 못했고, 단거리 노선 시장 참여자들의 공급은 계속 늘어남에 따라 수요 확보를 위한 가격 경쟁이 이어지고 있다. 또한 저유가를 통해 유류비 부담이 크게 낮아지고 있고 수요도 급증하고 있지만 미국 Southwest Airlines나 유럽 Ryan Air 등과 비교하면 규모 및 수익성에서 아직 미흡한 것이 사실이다. 여기에 6번째 LCC인 에어서울이 국제선에 취항했고, 기존 항공사들도 항공기 도입을 이어가며 공급을 늘리고 있어 향후 성장은 무난하겠지만 기존 노선의 포화에 따라 신규 단거리 노선 발굴 여부가 향후 LCC간의 차별화 요인이 될 것이다. 또한 LCC들이 수익성 높은 부가서비스 사업을 다양화하며 매출 비중을 얼마나 빠르게 상승시키는가도 관심 대상이다. 한편 대한항공과 아시아나항공은 기존 그룹 관련 이슈들이 마무리 국면에 진입하고 있고, 장거리 노선을 강화하며 운임을 정상화시키며 수익성이 안정되고 있어 주목해야 할 것이다.

>>> 3Q Preview: 해외 여행 최성수기 + 저유가 효과가 이익으로 반영

해외 여행에 부정적 영향을 준 돌발 이슈가 없었던 지난 3분기 항공사들은 내국인 해외 출국자 성장 지속과 메르스 기저 효과가 크게 나타나는 중국인 입국자 효과에 저유가가 더해짐에 따라 큰 폭의 영업이익 증가가 무난했을 전망이다.

우리는 항공업종 Top pick으로 자회사 관련 불확실성이 해소 국면에 들어서는 가운데 3Q 4,828억원의 영업이익과 이후에도 강화되는 장거리 네트워크와 프리미엄 서비스로 차별화가 기대되는 대한항공(투자의견 BUY, 목표주가 40,000원)을 제시하고, 에어서울 취항으로 가격 정상화 기대감이 높고 1,560억원의 영업이익이 기대되지만 유상증자 관련한 우려로 급락한 아시아나항공(투자의견 BUY, 목표주가 5,500원)도 주목할 필요가 있다고 판단한다. 한편 국내 최대 LCC인 제주항공(투자의견 BUY, 목표주가 39,000원)은 단거리 노선 경쟁이 심화되고 있고, 신규 노선 발굴에 대한 우려도 일부 있지만 가장 높은 성장성이 기대되고, 부가서비스 확대가 성공적으로 진행되며 수익성 개선 기대감도 남아 있으며, 347억원의 양호한 영업이익이 기대된다는 점에서 Coverage를 개시한다.

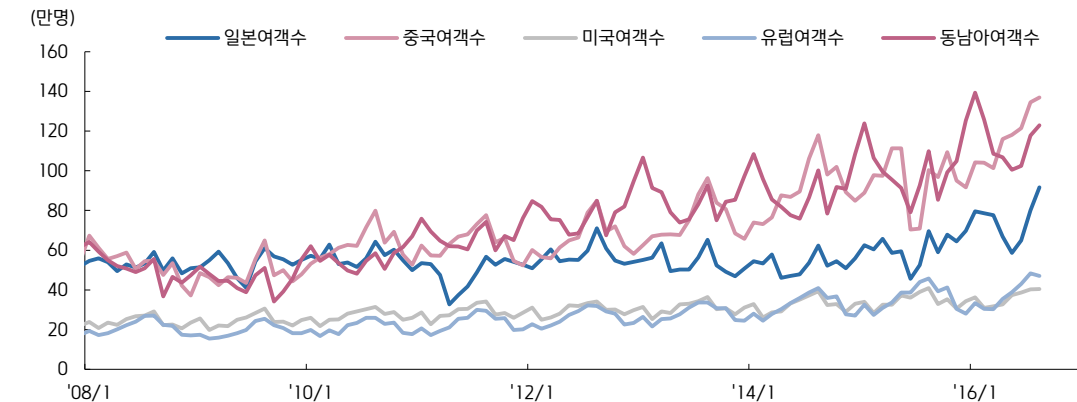
I. 커지는 시장, 늘어나는 참가자

>>> LCC 성공적인 노선 확장으로 단거리 여행객 급증

일본, 동남아 등 항공 자유화 지역 중심으로 신규 수요 창출

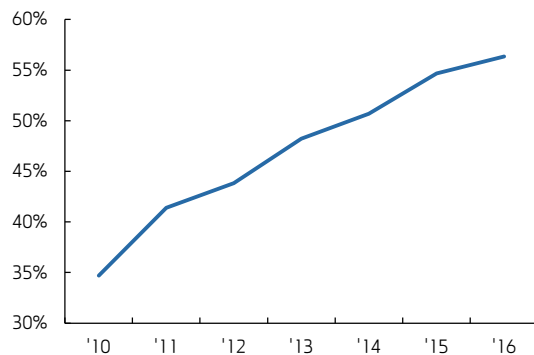
제주항공이 지난 08년 기존 양대 항공사 체제를 깨고 국제선에 취항한 이후 이들 신규 항공사들의 승객수 기준 M/S는 빠르게 높아지고 있다. 국내선의 경우 이미 50% 중반을 넘어섰고, 국제선도 8월 누적 기준 18.5%를 기록하고 있다. 이런 고성장은 상대적으로 낮은 가격이 메리트로 작용했기 때문이다. 신규 항공사는 항공기 도입 부담과 노선 확보 측면에서 단일 기종으로 단거리 노선 중심으로 운항하고, 높은 수준의 서비스보다는 낮은 운임을 차별화 요인으로 제시한 경우가 많다. 하지만 늘어나는 수요와 동시에 비슷한 노선에서 비슷한 가격을 제시하는 항공사 공급도 증가하고 있다는 점을 주목해야 할 것이다.

주요 노선별 인천공항 이용객수 추이



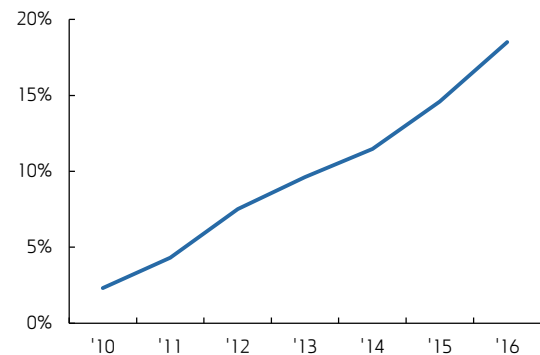
자료: 인천공항공사

LCC 국내선 승객수 기준 M/S



자료: 국토교통부, 16년은 8월 누적 기준

LCC 국제선 승객수 기준 M/S



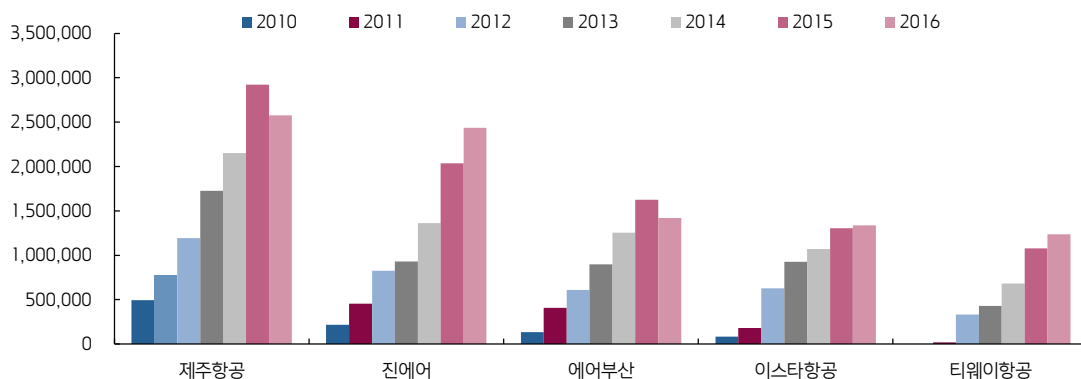
자료: 국토교통부, 16년은 8월 누적 기준

>>> 시장 성장과 함께 참여자도 증가

6번째 LCC 에어서울 취항

단거리 여객 수요가 빠르게 증가한 것은 긍정적 소식이지만 시장 참여자도 빠르게 늘어나고 있다는 점은 부정적이다. 기존 제주항공, 진에어 등 5개 항공사 대부분이 항공기를 늘려가는 상황에 더해 아시아나항공의 100% 자회사인 에어서울이 6번째 LCC로 10월부터 국제선 취항을 시작했기 때문이다. 특히 신생 항공사들은 해외 발권 비중을 16년 2Q 기준 47% 수준인 대한항공처럼 높이기 어려워 한정된 내국인을 대상으로 비슷한 노선에서 6개 항공사가 경쟁하는 상황은 수요 확보를 위한 가격 경쟁이 계속되며 운임에 부정적 영향을 줄 것으로 전망한다.

LCC별 국제선 승객수



자료: 국토교통부, 16년은 8월 누적 기준

국내 주요 LCC 항공기 대수 추이와 계획

	2013	2014	2015	2016. 6	2017E
제주항공	10	15	22	24	30
진에어	7	11	19	20	25
에어부산	8	12	16	16	19
이스타항공	7	8	13	17	19
티웨이항공	4	7	12	14	15
에어서울				1	5

자료: 국토교통부, 각사 및 언론 기사 참조

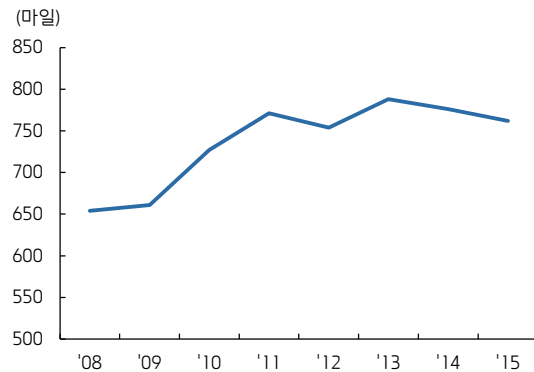
>>> 기재 추가 도입으로 신규 노선 개발 필요성 부각

기종 다변화 없이 운항 횟수를 늘릴 수 있는 새로운 단거리 노선 필요

단거리 여행 시장이 급성장한 큰 이유는 가격 메리트 강화라고 판단할 수 있다. 항공권 가격이 낮아지며 해외 여행 부담도 완화됨에 따라 기존 FSC 고객 이탈은 물론이고 신규 및 재방문 고객도 증가했기 때문이다. 특히 운수권 이슈가 없는 항공자유화 지역인 일본과 동남아 지역으로 공급이 집중됐었다. 하지만 아무리 항공권 가격이 낮아지더라도 같은 지역을 계속 재방문하기는 쉽지 않아 새로운 여행지 발굴이 기종 다변화가 필요 없는, 즉 기존 항공기로 운항이 가능한 단거리 노선 위주로 필요하다. 해외 LCC의 사례를 보면 운항 횟수가 늘어나는 가운데 운항거리는 제한적으로 증가하는 것을 알 수 있다. 비용 비중이 가장 높은 유류 구매 단가를 항공사가 조절하기 어려워 사용량을 조절하는 방법이 가장 쉽고, 사용량이 많은 장거리 노선일수록 티켓 금액 대비 유류비 비중이 높아 탄력적인 가격 정책 구사가 쉽지 않기 때문이다. 따라서 LCC는 단거리 노선을 꾸준히 확보하는 것이 중요하다.

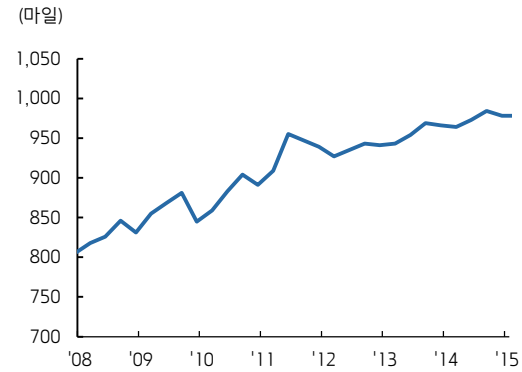
국내 LCC는 내년에도 항공기 추가 도입이 예정되어 있어 외형 성장은 무난할 전망이다. 하지만 기존 단거리 노선 외에 늘어나는 항공기를 투입할 신규 노선 발굴에 실패할 경우 효율성이 오히려 낮아질 가능성이 있는 만큼 LCC간의 차별화도 점차 진행될 것으로 전망한다.

Ryan Air 평균 운항 거리



자료: Ryan Air

Southwest Airlines 평균 운항 거리



자료: Southwest Airlines

주요 중단거리 노선 운항 거리

노선명	제주	칭다오	오사카	베이징	도쿄
운항거리(인천발 기준)	276	363	525	568	758
노선명	삿포로	대만	홍콩	다낭	세부
운항거리(인천발 기준)	870	914	1,295	1,861	1,887
노선명	괌	코타키나발루	방콕	푸켓	하와이
운항거리(인천발 기준)	2,003	2,281	2,286	2,693	4,560

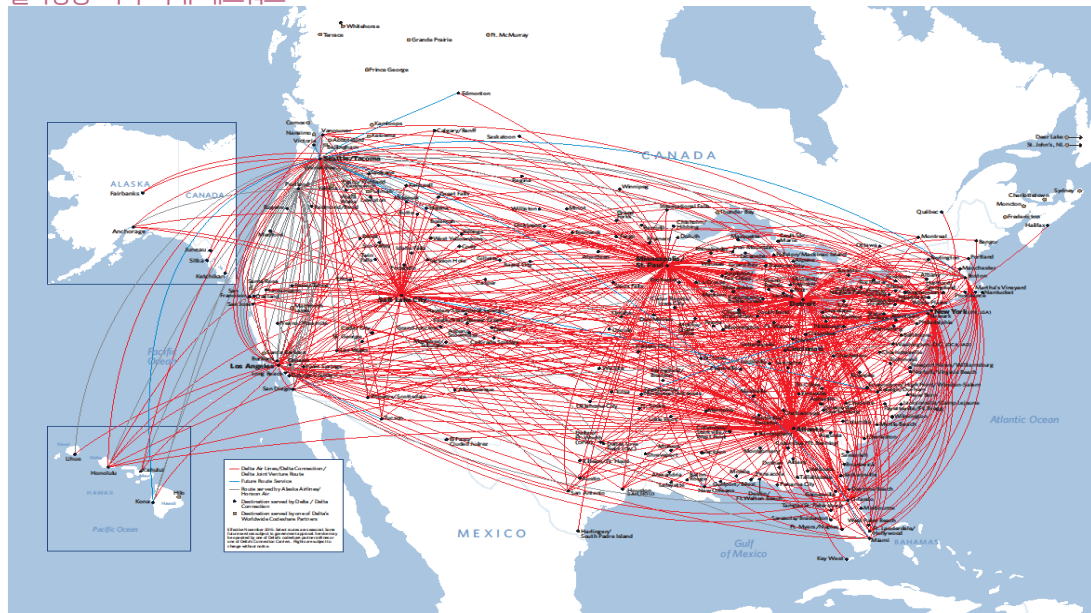
자료: 대한항공, 아시아나항공, 단위: 마일

>>> FSC는 장거리 노선 프리미엄 강화

환승 수요 유치도 가능하다는 장점

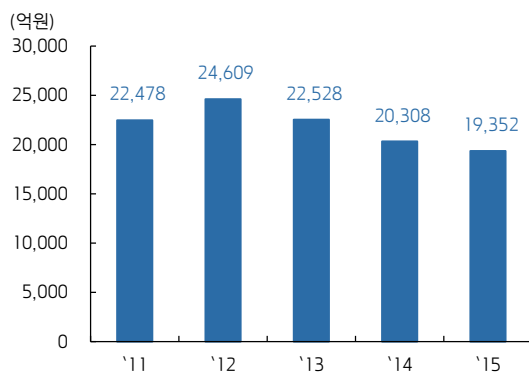
한편 경쟁이 심화되는 단거리 노선과 달리 장거리 노선은 상대적으로 안정적인 수요를 확보하고 있다. 여행과 상용 수요가 적절하게 섞여 있는 가운데 항공기 공급도 제한적이기 때문이다. 기재 측면에서 B747, A380 등 대형기는 구입 비용도 부담스럽지만 해외 네트워크를 구축하지 못한 항공사는 L/F 유지가 어렵지만 반대의 경우는 미국과 유럽 노선을 통해 일본과 동남아 지역으로부터의 환승 수요를 확보할 수 있다는 장점도 있다. 대한항공은 13년 하반기부터 어려움을 겪었던 델타항공과의 코드 셰어를 11월 2일부터 다시 시작함과 동시에 LA, 뉴욕 등 허브 지역뿐 아니라 여기서부터 연결되는 중소도시 여객 수요까지 확보할 수 있을 것으로 기대한다. 아시아나항공도 기재 부족으로 태국과 홍콩 등 중거리 지역에 투입하고 있는 A380기를 호주와 유럽 등 장거리 노선에 금년 말부터 투입하면서 노선 편리성 강화로 운임 정상화를 시도할 것으로 기대한다.

델타항공 미국 국내 네트워크



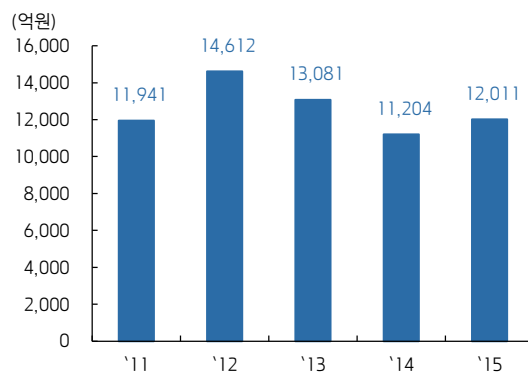
자료: 델타항공 홈페이지

대한항공 미주 노선 매출 추이



자료: 대한항공

대한항공 미주 지역 매출 추이



자료: 대한항공

II. 부가서비스 확대에 승부

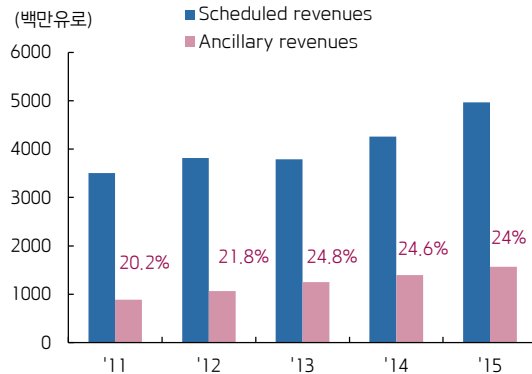
>>> 저항감 없는 부가서비스 강화

낮은 운임을 유지하기 위해서는 비용 절감만으로는 한계

유럽의 대표적인 LCC인 Ryan Air의 경우 전체 매출에서 ancillary revenues(부가 서비스 매출)이 차지하는 비중이 20%를 넘어서고 있다. LCC의 부가 서비스는 FSC에서는 무료로 제공하는 서비스를 유료화하는 것인데 이용객의 거부감을 최소화하는 것이 관건이다. Ryan Air의 부가서비스는 크게 3가지로 구분할 수 있는데 Non-flight Scheduled(초과 수화물, 신용카드 수수료, 좌석 선예약 및 선탑승, 보험, 자동차 렌트 등)와 In-flight, Internet income(홈페이지 물품 판매, 연계 사이트 수수료) 등으로 구분된다.

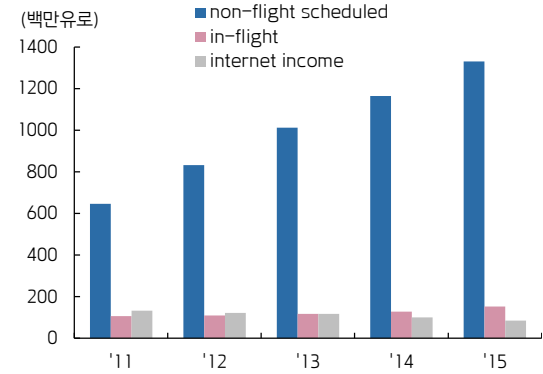
부가서비스 확대가 중요한 이유는 항공운임을 낮게 유지하면서도 높은 영업이익을 창출할 수 있기 때문이다. Ryan Air의 사례를 보면 항공권 구입 고객 당 비용이 운임을 상회하고 있지만 부가 서비스 수익을 통해 이익을 창출하고 있는 것을 확인할 수 있다. 즉 비용 절감만으로는 한계가 있어 낮은 운임을 유지하기 위해서는 부가서비스 확대가 필수적이다.

Ryan Air 매출 구성과 부가 서비스 비중



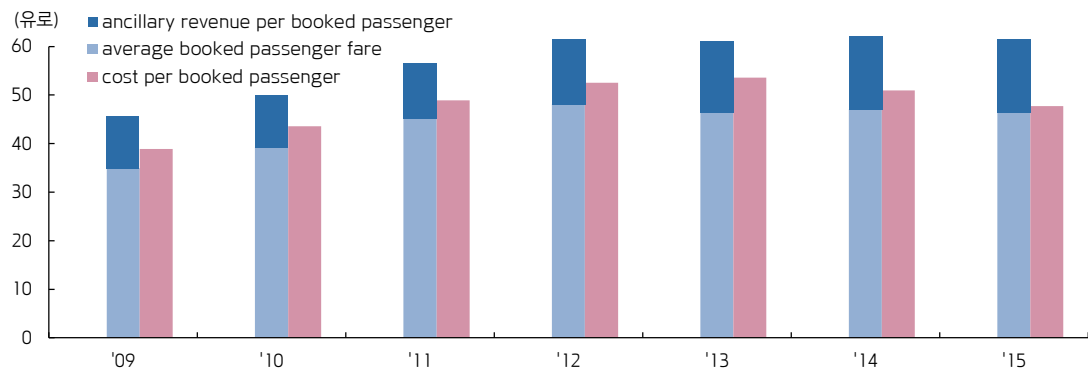
자료: Ryan Air

Ryan Air 부가 서비스 종류



자료: Ryan Air

Ryan Air 승객당 비용과 운임, 그리고 부가서비스



자료: Ryan Air

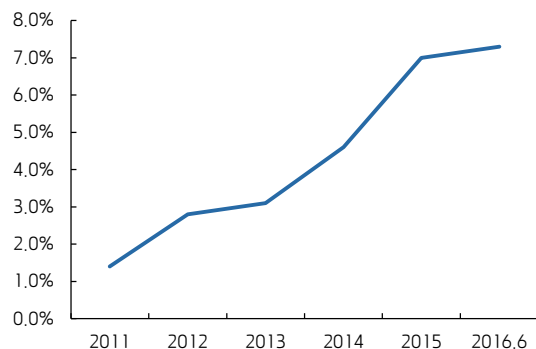
>>> 제주항공은 빠르게 부가 서비스 확대

부가서비스 매출 비중 7.3%까지 상승

부가 서비스 매출 확대가 필요한 이유는 앞서 언급한 것처럼 유류비와 공항관련비, 정비비 등 FSC와 동일하게 발생하는 비용으로 인해 같은 노선에서 낮은 운임을 제시하고 이익을 발생시키기 쉽지 않기 때문이다. 제주항공은 국내 LCC중 가장 적극적으로 FSC가 통상적으로 제공하는 서비스를 유료화하고 있다. 대표적으로 초과수화물, 항공권 취소 수수료, 기내식 등의 유료 부가서비스를 제공하고 있다. 또한 이들을 통한 매출 비중은 지난 상반기 기준 7.3%수준까지 꾸준히 높아지고 있다. 향후 제주항공을 비롯한 LCC의 관건은 고객의 저항을 최소화하며 비중을 높이는 것이 될 것이다. 부가서비스 가격이 너무 높아 부담을 느끼거나 거부감을 느끼게 되면 탑승 자체를 꺼리게 될 수도 있기 때문이다.

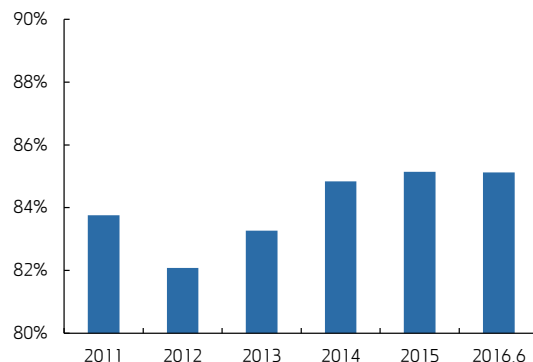
또한 항공권 예약 취소 수수료 부과 등이 LCC뿐 아니라 FSC에도 일부 적용되며 여행자들의 부가서비스에 대한 부정적 인식이 완화되고 있다는 점도 제주항공에 긍정적이다.

제주항공 부가서비스 매출 비중 추이



자료: 제주항공

제주항공 여객 L/F



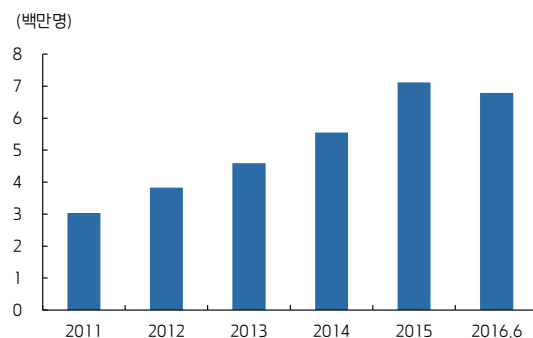
자료: 제주항공

제주항공 부가 서비스

	사전 수하물 구매	탑승 전 수하물 미리 구매하세요! 온라인 구매시 최대 50% 할인된 금액으로 만나 보실 수 있습니다.
	사전 좌석 구매	앉고 싶은 자리를 미리 예약하세요! 원하는 좌석을 배정받기 위해 공항에 일찍 갈 필요가 없어 시간을 절약할 수 있습니다.
	옆 좌석 구매	자리를 넓게 쓰고 싶으신가요? 옆좌석 구매로 편안한 여행이 가능합니다. (1인 최대 2좌석)
	사전 기내식 주문제도	맛있는 기내식을 사전에 예약 주문하여 기내에서 편안하게 드실 수 있는 서비스입니다. 달콤하고 맛있는 볼고기 부드러운 햄과 치즈로 속을 꽉 채운 샌드위치가 준비되어 있습니다.
	에어카페	간편하게 드실 수 있는 먹을거리와 제주항공 로고 상품 더불어 여행 편의를 돕는 상품 등을 기내에서 판매하고 있습니다. 에어카페와 함께 즐거운 여행 되시기 바랍니다.
	기타 유료 아이템	소중한 고객님의 수하물을 포장하세요! 제주항공에서는 유모차 비닐, 골프상자, 애완동물박스 등을 현장에서 판매합니다. 모든 포장용품은 구매 후 환불이 불가합니다.
	제주항공 자유여행 라운지	제주항공 고객님께 드리는 또 하나의 혜택, 현지 자유여행객 전용 제주항공 자유여행 라운지입니다. 제주항공은 국내 항공업계 최초로 광 현저에 자유여행객 전용라운지를 오픈했고 동남아 최고의 휴양지 세부에도 라운지를 개설하여 운영중입니다.

자료: 제주항공 홈페이지 기준

제주항공 승객수



자료: 국토교통부, 16년 상반기 누적 기준

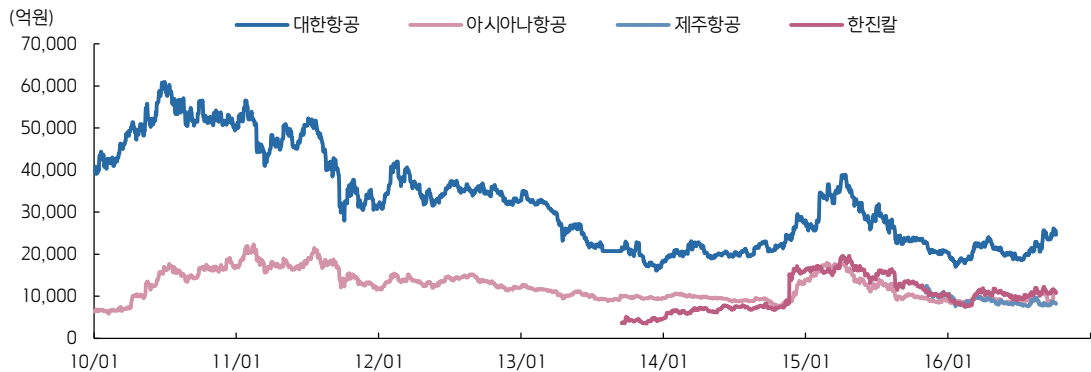
III. LCC와 FSC, 해외 LCC와 비교

>>> 국내 LCC와 FSC 비교

LCC 프리미엄보다는 성장성 프리미엄 적용이 타당

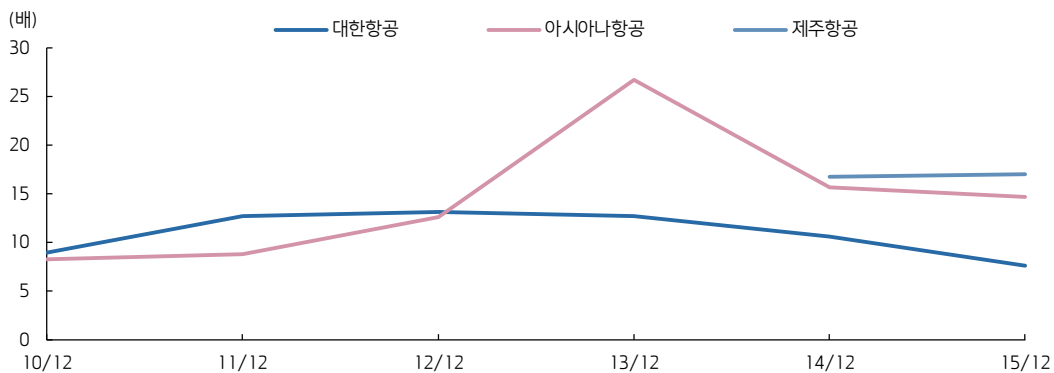
지난 15년 11월 제주항공이 3번째 항공사로 상장된 이후 제주항공이 아시아나항공 시가총액을 상회하기도 하는 등 LCC와 FSC와 적용 밸류에이션 프리미엄에 대한 논의가 이어지고 있다. 우리는 과거부터 항공사별로 항공기 도입 방식 차이에 따라 임차료와 감가상각비, 이자비용이 다르게 적용된다는 점에서 EV/(영업이익+감가상각비-순이자비용)로 항공사 가치를 산정해왔다(한진칼은 지주사 성격이 강해 SOTP 방식을 사용하고 있다). 동일 방식으로 대한항공, 아시아나항공, 제주항공을 비교하면 제주항공이 이익 규모 대비 가장 높게 거래되고 있는 것이 확인된다. 우리는 앞에서 언급한 것처럼 제주항공은 해외 LCC들에 비해 규모와 수익성 측면에서 아직 초기 단계로 판단하고 있어 LCC 프리미엄 적용은 무리가 있다고 판단하지만 항공기 도입 측면에서 순증 대수가 둔화되고 있는 양대 항공사에 비해 여전히 10%대 이상의 공급 증가가 기대된다는 점은 프리미엄 요인이 될 수 있을 것이다.

대한항공, 아시아나항공, 제주항공, 한진칼 시가총액 추이



자료: 데이터가이드

대한항공, 아시아나항공, 제주항공 EV/(영업이익+감가상각비-순이자비용) 추이



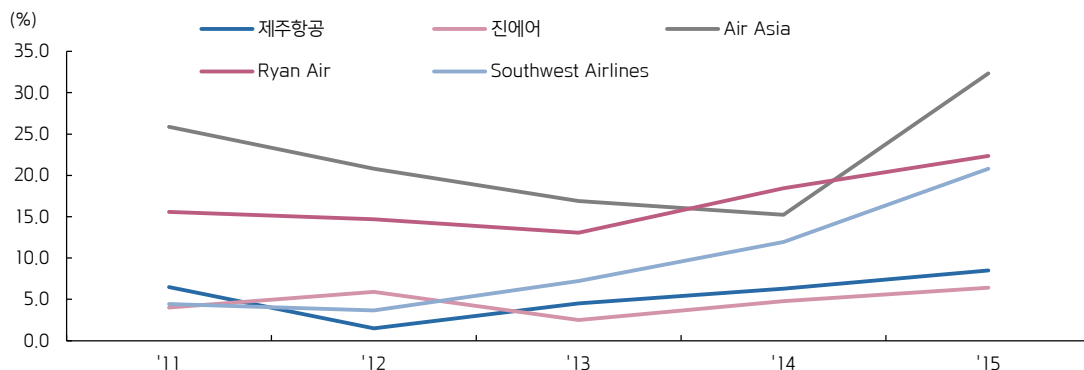
자료: 데이터가이드

>>> 국내 신생 항공사들과 해외 LCC 비교

해외 LCC 영업이익률과 항공기 규모 차이 존재

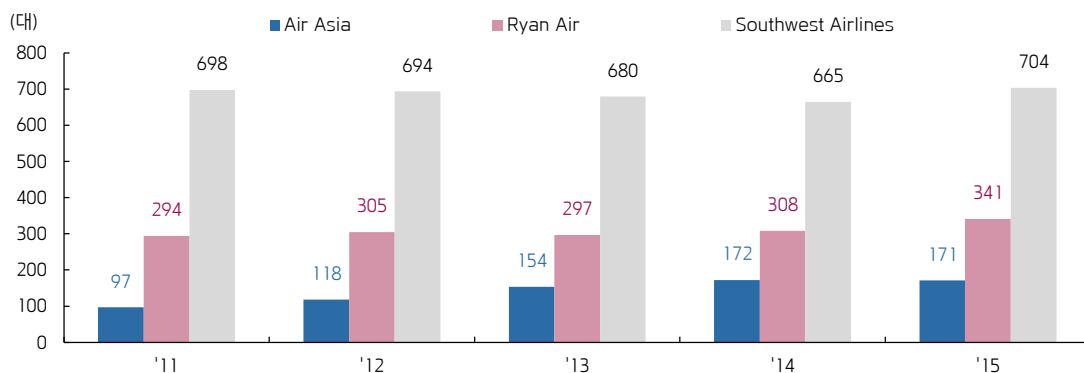
LCC(Low Cost Carrier)는 의미에서 알 수 있듯이 FSC(Full Service Carrier)에 비해 서비스와 비용을 줄이고 다양한 부가서비스를 유료화 시켜 저렴한 운임에도 수익을 창출하는 항공사이다. 우리는 제주항공과 진에어 등 신생 항공사를 LCC로 구분하고, 기존 양대 항공사는 FSC로 구분하고 있다. 대표적인 해외 LCC인 Ryan Air, Southwest Airlines, Air Asia와 비교하면 국내 LCC의 영업이익률은 수요 확보 경쟁 지속으로 저유가 수혜가 크게 나타나지 못하고 있고 부가서비스 적용도 아직 시작 단계여서 이익률이 상대적으로 낮은 것을 알 수 있다. 또한 해외 LCC들이 항공기가 계속 늘어나면서도 효율적인 단거리 노선 발굴을 통해 운항 거리가 크게 늘지 않고 있다는 점을 주목한다면 국내 LCC들도 지금까지의 높은 성장을 이어가기 위해서는 새로운 노선 발굴이 필요할 것이다. 따라서 우리는 난립하고 있는 국내 LCC 시장에서도 부가 서비스 확대 적용과 항공기 효율성을 유지할 수 있는 신규 노선 발굴 과정에서 LCC 간의 차별화가 진행될 것으로 전망하며 이후 수익성 개선이 본격화될 것으로 기대한다.

해외 3대 LCC와 제주항공, 진에어 영업이익률



자료: 각사 홈페이지 및 IR 자료

해외 3대 LCC 항공기 대수



자료: 각사 홈페이지 및 IR 자료

IV. 3Q Preview

>>> 성수기 효과 + 저유가 + 메르스 기저 효과

전년 동기 대비 영업이익 급증 무난, 4분기 운임 하락 속도 주목

3분기는 계절적인 국제 여객 성수기이지만 지난 수년간 세월호 사고와 메르스 발병 등의 이슈가 여행 심리에 부정적으로 작용했다. 특히 수요가 집중되는 시기에 높은 운임을 부과해야 하지만 지난 수년간은 적정 L/F 유지를 위해 운임 정책을 제대로 구사하지 못했던 반면 지난 3분기는 성수기 수요가 집중되면서 운임과 L/F가 동반 상승한 초강세가 이어졌던 것으로 판단된다. 여기에 지난해 메르스 효과로 부진했던 중국인 입국자 수요가 다시 정상화 된 것과 가장 큰 비용을 차지하는 유류비도 저유가 효과가 계속되고 있는 것이 긍정적으로 작용한 것으로 해석된다. 따라서 강한 수요가 유지되는 상황에서 비용은 낮아지는 효과가 지난 3분기때 크게 발생하며 항공사 영업이익이 급증했을 것으로 추정된다.

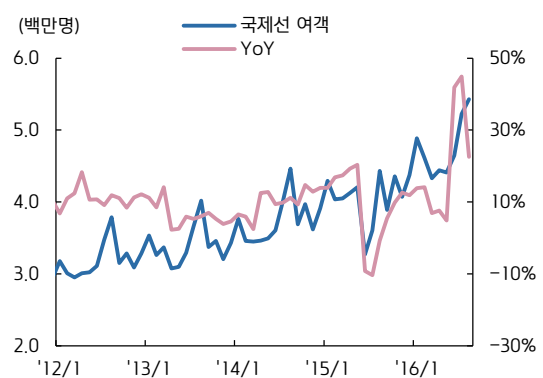
다만 4분기는 3분기에 비해 수요가 둔화되는 시기인데 3분기 늘어난 공급 상황에서 운임이 어느 정도 하락할 지와 화물 성수기 효과가 있는 대형 항공사와 LCC간의 수익 규모 차이가 확대될 가능성은 대비해야 할 것이다.

싱가포르 제트유가와 YoY 증감률



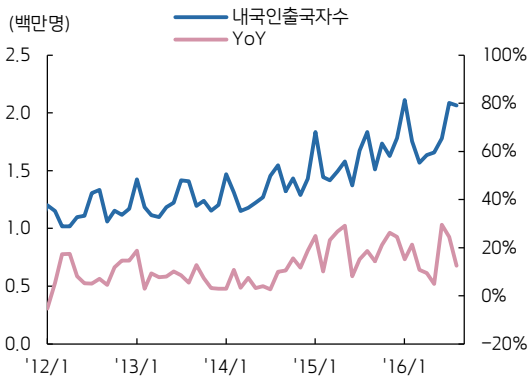
자료: Bloomberg

인천공항 국제선 이용객수와 YoY 증감률



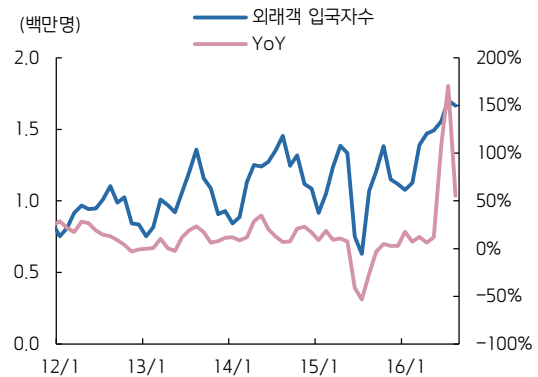
자료: 인천공항공사

내국인 출국자수와 YoY 증감률



자료: 한국관광공사

외래객 입국자수와 YoY 증감률



자료: 한국관광공사



기업분석

대한항공
(003490)

BUY(Maintain)/목표주가 40,000원
실적 대비 저평가

아시아나항공
(020560)

BUY(Maintain)/목표주가 5,500원
에어서울과의 차별화 기대

제주항공
(089590)

BUY(Initiate)/목표주가 39,00원
단거리 노선과 부가서비스 확대가 관건

대한항공 (003490)



BUY(Maintain)

주가(10/10) 32,250원

목표주가 40,000원

지난 1년간 대한항공의 발목을 잡고 있던 계열사 관련 불확실성이 해소 국면에 진입하고 있다. 물론 자본 정리 과정에서 일회성 손실 발생 가능성은 남아있지만 저유가와 강한 여객 수요에 따른 실적 개선이 계속되고 있다는 점은 주목해야 할 것이다. 특히 장거리 노선 경쟁력이 복원되고 있고, 단거리 노선에서도 서비스를 선호하는 고객의 수요도 이어지고 있다. 따라서 목표주가를 '40,000원'으로 상향 조정하고 투자의견 'BUY'를 유지한다.

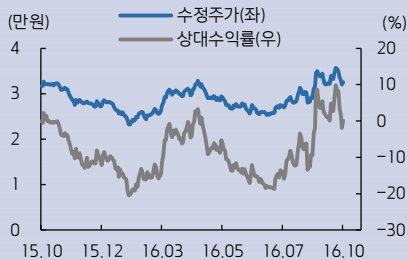
Stock Data

KOSPI (10/10)	2,056.82pt	
시가총액	23,491억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	35,650원	23,200원
최고/최저가 대비 등락	-8.84%	40.09%
주가수익률	절대	상대
1M	-3.7%	-3.3%
6M	5.2%	1.1%
1Y	2.5%	0.1%

Company Data

발행주식수	73,951천주
일평균 거래량(3M)	618천주
외국인 지분율	16.07%
배당수익률(16.E)	0.00%
BPS(16.E)	28,381원
주요 주주	한진칼 외 8인
	35.61%

Price Trend



실적대비 저평가

>>> 자회사 관련 불확실성 마무리 국면

지난해부터 저유가가 지속됐지만 대한항공 관련한 주요 관심은 비용 절감과 수요 개선에 따른 이익 증가가 아니라 계열사 자금 지원 규모에 집중됐었다. 무엇보다 추가 지원 규모가 불확실했다는 점이 투자에 걸림돌로 작용했었다. 하지만 한진해운이 법정관리를 신청함에 따라 관련 자산의 일회성 손실 발생 가능성을 제외하면 추가 지원과 관련한 불확실성은 해소 국면으로 진입하고 있다.

>>> 장거리 노선 경쟁력 정상화

대한항공 국제 여객 사업은 LCC와의 가격 경쟁이 일부 노선에서 발생하고 있지만 FSC로 서비스 경쟁력을 강화시키고 있고, 미국 노선 중심의 장거리 노선 경쟁력도 델타항공과의 코드 셰어를 통해 다시 복원될 것으로 전망됨에 따른 수혜가 예상된다. 무엇보다 가파르게 증가한 영업이익 효과가 주가에 거의 반영되지 못하고 있다는 점이 가장 큰 메리트가 될 것이다.

>>> 3Q 영업이익 4,828억원 전망

추가 지원에 대한 불확실성이 사라짐에 따라 이제는 실적 움직임이 가장 큰 변수가 될 것으로 판단한다. 우리는 3Q 대한항공이 성수기 효과와 함께 4,828억원의 영업이익을 기록할 것으로 전망하고 있다. 또한 사실상 서비스로 차별화되는 유일한 국내 항공사라는 점도 수요 유지에 도움이 될 것으로 전망함에 따라 목표주가를 '40,000원'으로 상향하고 투자의견 'BUY'를 유지한다.

투자지표	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	119,097	115,448	118,402	120,548	129,373
보고영업이익(억원)	3,953	8,831	11,758	11,362	12,272
핵심영업이익(억원)	3,953	8,831	11,758	11,362	12,272
EBITDA(억원)	19,884	25,340	28,219	27,780	28,653
세전이익(억원)	-4,417	-4,864	3,099	6,616	7,462
순이익(억원)	-6,129	-5,630	1,599	5,015	5,656
지배주주지분순이익(억원)	-6,354	-5,650	1,599	5,055	5,701
EPS(원)	-9,724	-7,864	2,153	6,750	7,613
증감율(%YoY)	N/A	N/A	N/A	213.6	12.8
PER(배)	-4.6	-3.5	12.9	4.1	3.6
PBR(배)	1.3	0.8	1.0	0.8	0.6
EV/EBITDA(배)	8.3	6.2	5.5	5.2	4.6
보고영업이익률(%)	3.3	7.6	9.9	9.4	9.5
핵심영업이익률(%)	3.3	7.6	9.9	9.4	9.5

>>> 국제 여객 L/F와 Yield 성수기 동반 강세

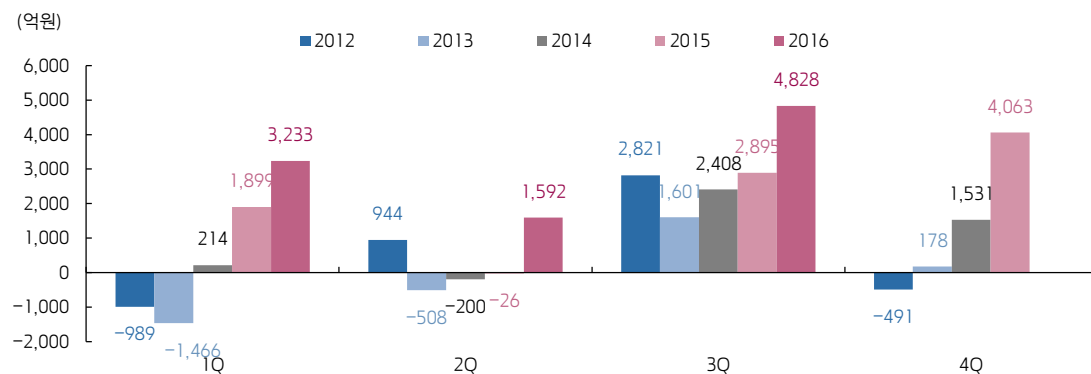
3Q 영업이익 4,828억원, 돌발 변수 없이 추석 연휴 효과도 반영

4Q부터 미주 노선 코드쉐어 재개로 환승 수요도 추가 확보 가능

세월호와 메르스 등 각종 악재로 성수기 효과가 크지 않았던 과거 2년과 달리 금년 3Q 대한항공은 무난한 성수기 효과를 누렸을 것으로 전망한다. 성수기 효과는 여행객이 단기에 집중되며 L/F와 Yield가 동반 상승하면서 발생해야 하는데 지난 2년간은 수요가 약해진 상황에서 적정 L/F 유지를 위해 Yield를 낮게 제시할 수 밖에 없었기 때문이다. 우리는 지난 3Q IFRS 연결 기준 매출액 3조2,486억원(YoY +9.3%), 영업이익 4,828억원(+66.8%)을 기대하며, 3Q말 원화 강세에 따른 외화환산 이익도 추가되며 한진해운 관련 비용을 상쇄시켰을 것으로 전망한다.

대한항공은 델타항공과의 코드쉐어를 11월부터 재개할 예정이다. 미국 항공사와의 코드쉐어는 주요 대도시 외에 미국내 중소도시로 이동하려는 수요도 확보할 수 있어 직항 고객은 물론이고 동남아와 중국 지역으로부터의 환승수요도 추가 확보가 가능할 것이다. 화물은 해운 물동량이 항공으로 넘어오는 효과는 제한적이고, 물동량 증가 기대감도 크지는 않지만 미주 노선 네트워크 강점은 유지되고 있어 수익 기여가 기대된다. 또한 사실상 서비스로 차별화되는 유일한 항공사라는 경쟁력을 가지고 있다는 점에서 투자이견 'BUY'를 유지하고 목표주가는 '40,000원'으로 상향 조정한다.

대한항공 분기별 영업이익



자료: 대한항공, 키움증권 추정

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	119,097	115,448	118,402	120,548	129,373
매출원가	103,895	95,174	94,352	96,423	103,399
매출총이익	15,202	20,274	24,049	24,125	25,973
판매비및일반관리비	11,249	11,443	12,291	12,763	13,702
영업이익(보고)	3,953	8,831	11,758	11,362	12,272
영업이익(핵심)	3,953	8,831	11,758	11,362	12,272
영업외손익	-8,370	-13,695	-8,659	-4,745	-4,810
이자수익	404	400	383	453	477
배당금수익	24	43	39	1	1
외환이익	3,862	3,603	3,795	0	0
이자비용	4,124	3,707	3,973	3,995	3,995
외환손실	6,522	9,732	1,105	0	0
관계기업지분법손익	71	175	-1,135	0	0
투자및기타자산처분손익	-1,090	-1,715	-462	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-2,112	-1,760	-1,035	0	0
기타	1,115	-1,002	-5,167	-1,205	-1,294
법인세차감전이익	-4,417	-4,864	3,099	6,616	7,462
법인세비용	-1,569	-855	1,500	1,601	1,806
유효법인세율 (%)	35.5%	17.6%	48.4%	24.2%	24.2%
당기순이익	-6,129	-5,630	1,599	5,015	5,656
지분법적용순이익(억원)	-6,354	-5,650	1,599	5,055	5,701
EBITDA	19,884	25,340	28,219	27,780	28,653
현금순이익(Cash Earnings)	9,801	10,880	18,060	21,434	22,037
수정당기순이익	-4,064	-2,766	2,734	5,015	5,656
증감률(% YoY)					
매출액	0.5	-3.1	2.6	1.8	7.3
영업이익(보고)	N/A	123.4	33.1	-3.4	8.0
영업이익(핵심)	N/A	123.4	33.1	-3.4	8.0
EBITDA	21.0	27.4	11.4	-1.6	3.1
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	N/A	216.1	12.8
EPS	N/A	N/A	N/A	213.6	12.8
수정순이익	N/A	N/A	N/A	83.5	12.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	18,636	27,280	13,028	21,810	22,759
당기순이익	-6,129	-5,630	1,599	5,015	5,656
감가상각비	15,580	16,109	16,109	16,109	16,109
무형자산상각비	350	400	351	309	272
외환손익	2,336	4,946	-2,690	0	0
자산처분손익	1,243	1,781	462	0	0
지분법손익	-71	-175	1,135	0	0
영업활동자산부채 증감	-3,457	524	-1,082	415	723
기타	8,785	9,325	-2,857	-39	-1
투자활동현금흐름	-10,649	4,187	-13,870	-13,297	-14,221
투자자산의 처분	-3,439	18,779	-167	-122	-500
유형자산의 취득	3,820	3,183	0	0	0
무형자산의 취득	-11,206	-17,427	-13,000	-13,000	-13,000
무형자산의 처분	1	3	0	0	0
기타	175	-351	-703	-175	-721
재무활동현금흐름	-11,379	-29,966	2,381	2,361	3,624
당기차입금의 증가	-43,940	-48,856	0	0	0
장기차입금의 증가	24,624	8,566	0	0	0
자본의 증가	0	4,942	0	0	0
배당금지급	-141	-141	0	0	0
기타	8,077	5,523	2,381	2,361	3,624
현금및현금성자산의순증가	-3,302	1,709	1,539	10,874	12,162
기초현금및현금성자산	11,268	7,966	9,675	11,214	22,088
기말현금및현금성자산	7,966	9,675	11,214	22,088	34,250
Gross Cash Flow	22,093	26,756	14,110	21,395	22,036
Op Free Cash Flow	3,817	6,887	11,292	12,446	13,406

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	49,480	32,891	31,554	42,553	56,214
현금및현금성자산	7,966	9,675	11,214	22,088	34,250
유동금융자산	2,921	3,396	3,482	3,546	3,805
매출채권및유동채권	13,988	14,378	11,840	12,055	12,937
재고자산	4,302	4,906	4,468	4,305	4,620
기타유동비금융자산	20,304	536	550	560	601
비유동자산	185,177	208,912	204,849	201,826	199,911
장기매출채권및기타비유동채권	6,010	6,581	6,749	6,871	7,374
투자자산	9,895	11,442	10,430	10,528	10,769
유형자산	157,781	178,507	175,398	172,288	169,179
무형자산	3,312	2,947	2,596	2,287	2,016
기타비유동자산	8,179	9,435	9,676	9,852	10,573
자산총계	234,657	241,804	236,404	244,379	256,125
유동부채	74,419	84,504	80,301	80,664	82,154
매입채무및기타유동채무	18,770	23,627	19,410	19,762	21,209
단기차입금	16,345	8,694	8,694	8,694	8,694
유동성장기차입금	37,191	51,617	51,617	51,617	51,617
기타유동부채	2,112	565	580	590	634
비유동부채	138,227	132,309	135,017	137,615	142,214
장기매입채무및비유동채무	15,518	12,755	13,082	13,319	14,294
사채및장기차입금	95,901	89,569	89,569	89,569	89,569
기타비유동부채	26,808	29,985	32,366	34,727	38,352
부채총계	212,646	216,813	215,318	218,279	224,368
자본금	2,989	3,698	3,698	3,698	3,698
주식발행초과금	1,749	6,029	6,029	6,029	6,029
이익잉여금	13,895	7,943	9,542	14,597	20,298
기타자본	188	698	698	698	698
지배주주지분자본총계	20,909	23,871	19,966	25,021	30,722
비지배주주지분자본총계	1,102	1,119	1,119	1,079	1,035
자본총계	22,012	24,990	21,086	26,101	31,757
순차입금	138,551	136,810	135,184	124,247	111,825
총차입금	149,437	149,880	149,880	149,880	149,880

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	-9,724	-7,864	2,153	6,750	7,613
BPS	34,732	33,637	28,381	35,131	42,744
주당EBITDA	31,546	35,398	37,982	37,392	38,566
CFPS	15,549	15,198	24,309	28,849	29,662
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-4.6	-3.5	12.9	4.1	3.6
PBR	1.3	0.8	1.0	0.8	0.6
EV/EBITDA	8.3	6.2	5.5	5.2	4.6
PCFR	2.9	1.8	1.1	1.0	0.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.3	7.6	9.9	9.4	9.5
영업이익률(핵심)	3.3	7.6	9.9	9.4	9.5
EBITDA margin	16.7	21.9	23.8	23.0	22.1
순이익률	-5.1	-4.9	1.4	4.2	4.4
자기자본이익률(ROE)	-24.8	-24.0	6.9	21.3	19.6
투자자본이익률(ROIC)	1.6	4.3	5.3	5.2	5.7
안정성(%)					
부채비율	966.1	867.6	1,021.2	836.3	706.5
순차입금비율	629.4	547.5	641.1	476.0	352.1
이자보상배율(배)	1.0	2.4	3.0	2.8	3.1
활동성(배)					
매출채권회전율	9.1	8.1	9.0	10.1	10.4
재고자산회전율	26.6	25.1	25.3	27.5	29.0
매입채무회전율	6.2	5.4	5.5	6.2	6.3

아시아나항공 (020560)



BUY(Maintain)

주가(10/10) 4,705원

목표주가 5,500원

성패를 장담할 수는 없지만 에어서울이 마침내 인천발 국제선 노선을 확보함에 따라 아시아나항공은 에어서울을 통해 비용 절감 및 LCC수요 확보에 나설 것으로 기대된다. 다만 항공기 공급이 계속 증가하고 있어 적정 운임 유지를 위한 아시아나항공의 서비스 강화도 필요한 시점이다. 지난 3Q는 1,560억원의 양호한 영업이익이 기대된다. 여기에 주가는 유상증자와 관련한 과도한 우려로 급락하며 가격 메리트가 더해진 상황이지만 주식수 증가 규모가 미정인 상황을 반영, 투자의견 'BUY'와 목표주가 '5,500원'을 유지한다.

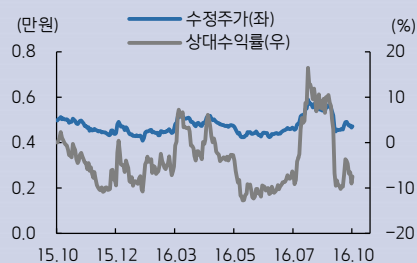
Stock Data

KOSPI (10/10)		2,056.82pt
시가총액		9,180억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	5,900원	4,080원
최고/최저가 대비 등락	-20.17%	15.44%
주가수익률	절대	상대
	1M	-14.7% -14.3%
	6M	-4.3% -8.0%
	1Y	-5.2% -7.4%

Company Data

발행주식수	195,101천주
일평균 거래량(3M)	1,950천주
외국인 지분율	7.39%
배당수익률(16.E)	0.00%
BPS(16.E)	4,888원
주요 주주	금호산업 외 5인 30.10%

Price Trend



에어서울과의 차별화 기대

>>> 에어서울을 통한 LCC수요 확보

아시아나항공의 100% 자회사인 에어서울이 10월부터 국제선에 본격 취항했다. 아시아나항공은 인천공항 기점의 LCC가 없어 저가 수요를 확보하는 과정에서 FSC로서의 가격 정책에도 혼선이 발생했었다. 따라서 이번 에어서울 취항을 통해 더욱 본격적으로 LCC수요 확보 및 비용 절감에 나설 것으로 기대한다.

>>> 아시아나항공의 서비스 강화 기대

다만 아시아나항공과 에어서울간의 차별화 여부는 지켜볼 필요는 있을 것이다. 아시아나항공이 FSC로 장거리 노선에서 정상 운임을 받기 위해서는 서비스 강화가 동반되어야 할 것이다. 항공기 공급이 증가하고 있는 시기여서 서비스 개선이 동반되지 않으면 다시 운임 경쟁에 나설 수 밖에 없기 때문이다.

>>> 3Q 영업이익 1,560억원 전망

지난 3분기 아시아나항공은 IFRS 연결 기준 1,560억원의 영업이익이 예상된다. 성수기 효과가 온전하게 반영되고 주요 운항 노선에 돌발 악재가 없었던 점이 긍정적으로 작용한 것으로 해석된다. 유상 증자 우려로 급락함에 따라 가격 메리트가 높아진 것은 사실이지만 아직 유상증자 이후 주식 증가 규모가 확정되지 않은 상황이어서 11월 이후 목표주가를 조정하는 것이 바람직하다고 판단한다. 따라서 투자의견 'BUY'와 목표주가 '5,500원'을 유지한다.

투자지표	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	58,362	57,953	60,671	63,567	63,427
보고영업이익(억원)	981	983	2,826	2,656	2,783
핵심영업이익(억원)	981	983	2,826	2,656	2,783
EBITDA(억원)	4,584	5,241	7,084	6,914	7,041
세전이익(억원)	411	-1,644	1,592	482	618
순이익(억원)	633	-1,392	1,020	375	481
지배주주지분순이익(억원)	622	-1,381	1,020	377	483
EPS(원)	324	-713	523	192	247
증감율(%YoY)	N/A	N/A	N/A	-63.2	28.2
PER(배)	22.0	-6.5	8.9	24.1	18.8
PBR(배)	1.2	1.1	0.9	0.9	1.0
EV/EBITDA(배)	10.9	11.0	7.6	7.3	6.9
보고영업이익률(%)	1.7	1.7	4.7	4.2	4.4
핵심영업이익률(%)	1.7	1.7	4.7	4.2	4.4

>>> 에어서울과의 서비스 차별화로 운임 정상화 기대

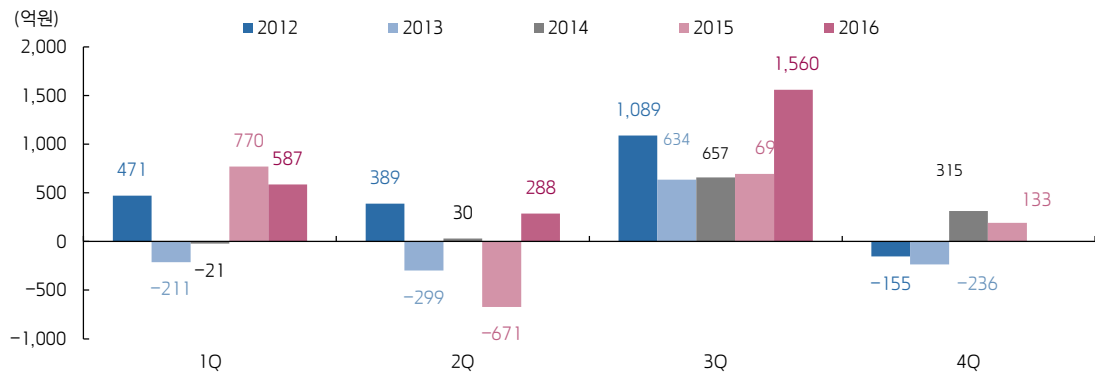
3Q 영업이익 1,560억원, 늘어난 공급을 상회하는 수요 증가

10월부터 에어서울의 적극적인 가격 경쟁과 아시아나항공의 서비스 강화 기대

에어서울이 10월 국제선 취항을 시작했다. 이에 따라 아시아나항공도 인천공항 LCC 수요 확보를 위한 가격 경쟁에서 벗어나 FSC로서의 운임 및 서비스를 제공하면서 차별화에 나설 것으로 기대된다. 또한 A380기가 기존 4대에서 6대까지 확대 투입되며 장거리 노선 서비스 강화 효과도 기대할 수 있을 것이다. 이전까지는 노선 구성상의 이유로 인해 홍콩과 태국 등 LCC 항공사들과의 주요 경쟁 노선에 대형기를 투입하면서 운임 부과 및 효율성 측면에서 어려움을 겪었지만 연말부터는 호주와 유럽 등 장거리 노선에 투입하면서 해당 노선 서비스 강화와 운임 인상을 시도할 예정이기 때문이다.

지난 3Q는 IFRS 연결 기준 매출액 1조6,771억원(YoY 기준 +9.0%)와 영업이익 1,560억원(+125.0%)으로 전망한다. 항공사들의 항공기 공급이 계속 증가하고 있지만 여름 성수기를 맞아 출국수요와 지난해 메르스 영향으로 감소했던 중국인 입국자 급증 효과가 더해지며 운임이 반등한 효과가 적용된 것으로 해석된다. 다만 아시아나항공은 유상증자에 관한 과도한 우려가 주가에 작용하며 가격 메리트가 높아진 것은 사실이지만 유상증자 이후 주식수 증가 규모가 아직 확정되지 않고 있어 11월 이후 목표주가를 조정하는 것이 바람직하다고 판단한다. 아직 발행가인 5천원에 미치지 못하고 있기 때문이다. 따라서 투자여건 'BUY'와 목표주가 '5,500원'을 유지한다.

아시아나항공 분기별 영업이익



자료: 아시아나항공, 키움증권 추정

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	58,362	57,953	60,671	63,567	63,427
매출원가	51,868	51,182	48,706	48,335	48,825
매출총이익	6,495	6,771	11,966	15,232	14,601
판매비및일반관리비	5,514	5,788	9,140	12,576	11,819
영업이익(보고)	981	983	2,826	2,656	2,783
영업이익(핵심)	981	983	2,826	2,656	2,783
영업외손익	-570	-2,627	-1,234	-2,174	-2,165
이자수익	178	108	347	489	497
배당금수익	1	3	10	10	11
외환이익	1,240	1,294	991	0	0
이자비용	1,527	1,757	1,895	2,165	2,165
외환손실	1,434	2,104	1,149	0	0
관계기업자본법손익	256	-50	562	0	0
투자및기타자산처분손익	261	64	171	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	-1	0	0	0
기타	455	-182	-271	-509	-507
법인세차감전이익	411	-1,644	1,592	482	618
법인세비용	-222	-252	400	107	137
유효법인세율 (%)	-54.0%	15.3%	25.1%	22.2%	22.2%
당기순이익	633	-1,392	1,020	375	481
지분법적용순이익(억원)	622	-1,381	1,020	377	483
EBITDA	4,584	5,241	7,084	6,914	7,041
현금순이익(Cash Earnings)	4,236	2,867	5,278	4,634	4,740
수정당기순이익	231	-1,445	891	375	481
증감율(% YoY)					
매출액	2.0	-0.7	4.7	4.8	-0.2
영업이익(보고)	N/A	0.2	187.6	-6.0	4.8
영업이익(핵심)	N/A	0.2	187.6	-6.0	4.8
EBITDA	60.1	14.3	35.2	-2.4	1.8
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	N/A	-63.0	28.2
EPS	N/A	N/A	N/A	-63.2	28.2
수정순이익	N/A	N/A	N/A	-57.9	28.2

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	3,734	4,425	4,866	4,967	4,795
당기순이익	633	-1,392	1,020	375	481
감가상각비	3,603	4,258	4,258	4,258	4,258
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	-36	587	158	0	0
자산처분손익	269	35	-171	0	0
지분법손익	-256	50	-562	0	0
영업활동자산부채 증감	220	-159	322	343	-17
기타	-700	1,046	-160	-10	72
투자활동현금흐름	-3,905	-8,515	-3,128	-3,326	-2,847
투자자산의 처분	-1,208	-4,160	-327	-348	17
유형자산의 처분	877	63	0	0	0
유형자산의 취득	-3,327	-2,869	-2,869	-2,869	-2,869
무형자산의 처분	-42	-75	0	0	0
기타	-204	-1,474	68	-109	5
재무활동현금흐름	-2,179	3,289	1,913	1,351	72
당기차입금의 증가	-140	5,795	0	0	0
장기차입금의 증가	-2,037	-2,505	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-2	-2	0	0	-976
기타	0	0	1,913	1,351	1,047
현금및현금성자산의순증가	-2,360	-800	3,651	2,992	2,020
기초현금및현금성자산	4,989	2,629	1,829	5,480	8,471
기말현금및현금성자산	2,629	1,829	5,480	8,471	10,492
Gross Cash Flow	3,514	4,584	4,543	4,624	4,812
Op Free Cash Flow	1,964	1,987	3,854	3,746	3,482

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	13,283	12,448	16,596	20,119	21,809
현금및현금성자산	2,629	1,829	5,480	8,471	10,187
유동금융자산	3,254	3,291	3,446	3,610	3,602
매출채권및유동채권	5,571	5,200	5,444	5,703	5,691
재고자산	1,828	2,057	2,153	2,256	2,251
기타유동비금융자산	3	71	74	78	78
비유동자산	68,833	80,480	80,242	79,487	78,078
장기매출채권및기타비유동채권	6,106	6,658	6,970	7,303	7,287
투자자산	8,314	9,721	10,457	10,651	10,652
유형자산	49,066	55,456	54,066	52,677	51,287
무형자산	3,647	6,461	6,461	6,461	6,461
기타비유동자산	1,701	2,184	2,287	2,396	2,390
자산총계	82,116	92,927	96,838	99,606	99,887
유동부채	23,665	33,109	33,733	34,397	34,365
매입채무및기타유동채무	11,072	13,144	13,761	14,417	14,386
단기차입금	688	2,930	2,930	2,930	2,930
유동성장기차입금	11,835	16,887	16,887	16,887	16,887
기타유동부채	69	149	156	163	163
비유동부채	47,260	51,302	53,570	55,298	56,327
장기매입채무및비유동채무	7,340	7,560	7,914	8,292	8,274
사채및장기차입금	29,378	33,659	33,659	33,659	33,659
기타비유동부채	10,542	10,084	11,996	13,347	14,394
부채총계	70,925	84,412	87,303	89,695	90,692
자본금	9,755	9,755	9,755	9,755	9,755
주식발행초과금	11	11	11	11	11
이익잉여금	-189	-1,670	-650	-273	-744
기타자본	481	199	199	199	199
지배주주지분자본총계	10,059	8,296	9,316	9,693	9,222
비지배주주지분자본총계	1,133	219	219	218	194
자본총계	11,191	8,516	9,536	9,911	9,417
순차입금	36,020	48,356	44,551	41,394	39,686
총차입금	41,902	53,476	53,476	53,476	53,476

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	324	-713	523	192	247
BPS	5,736	4,365	4,888	5,080	4,827
주당EBITDA	2,350	2,686	3,631	3,544	3,609
CFPS	2,171	1,469	2,705	2,375	2,429
DPS	0	0	0	0	500
주가배수(배)					
PER	22.0	-6.5	8.9	24.1	18.8
PBR	1.2	1.1	0.9	0.9	1.0
EV/EBITDA	10.9	11.0	7.6	7.3	6.9
PCFR	3.3	3.2	1.7	1.9	1.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	1.7	1.7	4.7	4.2	4.4
영업이익률(핵심)	1.7	1.7	4.7	4.2	4.4
EBITDA margin	7.9	9.0	11.7	10.9	11.1
순이익률	1.1	-2.4	1.7	0.6	0.8
자기자본이익률(ROE)	6.3	-14.1	11.3	3.9	5.0
투자자본이익률(ROIC)	3.6	1.7	4.2	4.1	4.4
안정성(%)					
부채비율	633.8	991.2	915.5	905.0	963.1
순차입금비율	321.9	567.8	467.2	417.7	421.4
이자보상배율(배)	0.6	0.6	1.5	1.2	1.3
활동성(배)					
매출채권회전율	10.4	10.8	11.4	11.4	11.1
재고자산회전율	32.3	29.8	28.8	28.8	28.1
매입채무회전율	5.6	4.8	4.5	4.5	4.4

제주항공 (089590)



BUY(Initiate)

주가(10/10) 31,150원

목표주가 39,000원

제주항공은 단거리 노선 추가 여력이 제한적인 국내 현실상 전통적 개념의 LCC으로 분류하기 쉽지 않아 FSC 대비 벨류에이션 프리미엄 적용은 다소 무리가 있다. 하지만 비행기 확대 투입이 이어지고 있고, 저유가 지속으로 가격 메리트 유지가 가능하며, 부가 서비스 확대를 통한 수익성 개선 여력이 높고, 항공기 도입 비용을 포함한 추가적인 비용 절감 여력도 남아 있다는 점은 긍정적이어서 LCC내에서의 차별화를 만들어낼 수 있을 것으로 기대한다. 따라서 목표주가 '39,000원'과 투자 의견 'BUY'로 Coverage를 개시한다.

Stock Data

KOSPI (10/10)	2,056.82pt	
시가총액	8,088억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	52,406원	29,200원
최고/최저가 대비 등락	-41.61%	4.79%
주가수익률	절대	상대
1M	0.7%	1.1%
6M	-12.7%	-16.1%
1Y	-37.6%	-39.1%

Company Data

발행주식수	25,966천주
일평균 거래량(3M)	132천주
외국인 지분율	2.21%
배당수익률(16.E)	0.00%
BPS(16.E)	11,210원
주요 주주	AK홀딩스 외 7인 63.66%

Price Trend



단거리 노선과

부가 서비스 확대가 관건

>>> 성공적인 시장 안착, 기재 추가 도입

제주항공은 기존 양대 항공사와 달리 가격을 최대 메리트로 제시하며 금년 8월 누적 국제선 기준 M/S 5.3%를 달성했다. 제주항공은 기존 항공사 수요 잠식뿐 아니라 신규 수요를 창출해 해외 여행을 더욱 활성화시키며 달성한 것으로 판단한다. 문제는 항공기 공급을 향후에도 꾸준히 증가시킬 예정이어서 기존 제주 노선과 일본 대도시 노선 외에 저운임으로 고수익을 유지할 수 있는 신규 노선 발굴이 중요 변수가 될 것이다.

>>> 부가 서비스 확대 진행중

제주항공의 장점은 기존 항공사의 무료 서비스를 유료화시켜 수익성을 개선시킬 여력이 있다는 점이다. 지난 상반기 기준 7.3%까지 높아졌는데 기내식, 초과 화물 수수료부터 호텔과 렌트카까지 다양한 연계 서비스를 개발하며 비중을 높이고 있고 여행객들의 거부감도 크지 않아 향후 추가 개선에 따른 이익 증가가 기대된다.

>>> 목표주가 39,000원으로 커버리지 개시

제주항공은 해외 경쟁사와 비교하면 수익성과 노선 측면에서 아직 FSC 대비 LCC 벨류에이션 프리미엄 적용은 무리가 있다. 하지만 추가 성장성 측면에서 여전히 양대 항공사 대비 메리트가 있고, 단거리 노선 여행객의 변동성이 과거에 비해 축소되고 있고, 저유가 지속으로 비용 조절이 지속되고 있다는 점에서 목표주가 '39,000원'과 투자 의견 'BUY'로 Coverage를 개시한다.

투자지표	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	5,106	6,081	7,341	8,398	9,609
보고영업이익(억원)	295	514	655	899	1,145
핵심영업이익(억원)	295	514	655	899	1,145
EBITDA(억원)	379	612	738	1,030	1,316
세전이익(억원)	320	530	741	975	1,232
순이익(억원)	320	472	586	773	977
지배주주지분순이익(억원)	320	472	586	773	977
EPS(원)	1,454	2,054	2,262	2,985	3,772
증감률(%YoY)	62.9	41.2	10.1	32.0	26.3
PER(배)	21.2	19.5	17.7	13.4	10.6
PBR(배)	8.5	4.5	3.6	2.8	2.2
EV/EBITDA(배)	14.7	12.9	10.1	6.7	4.5
보고영업이익률(%)	5.8	8.5	8.9	10.7	11.9
핵심영업이익률(%)	5.8	8.5	8.9	10.7	11.9

>>> 1위 LCC의 know-how vs 단거리 시장 참여자 확대

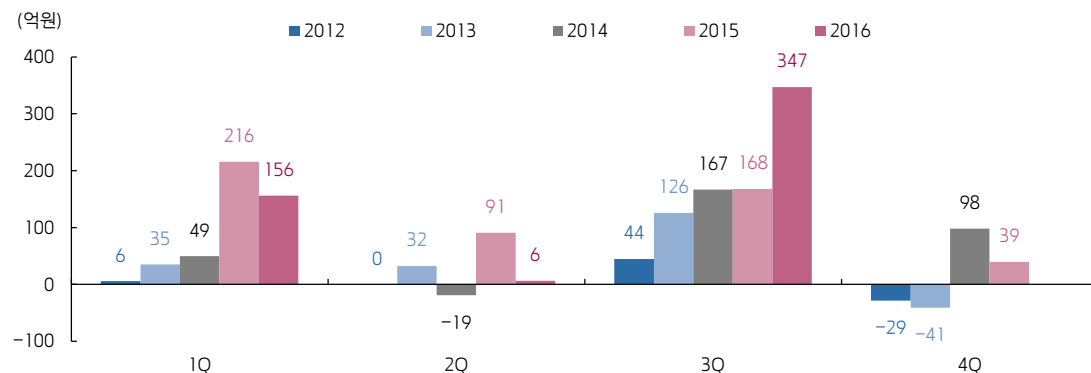
3Q 영업이익 347억원 전망, 공급 확대와 무난했던 여름 성수기, 그리고 저유가

신규 노선 발굴과 수익성 차별화를 위한 부가 서비스 확대 적용 효과 기대

국내 최대 LCC인 제주항공은 상장 이후 메르스 발생, 정비비 급증, 일본 지진 영향 등으로 시장 기대만큼의 실적을 보여주지 못하고 있다. 또한 항공기 도입이 계속되는 가운데 수익성 높고, 운항 거리가 크게 증가하지 않는 가운데 수요 창출 여력이 남아 있는 노선 발굴에 대한 우려도 남아 있다. 하지만 단거리 노선 운임이 저유가와 수요 확보 경쟁 지속으로 가격 메리트를 유지하고 있어 여행수요 확보에 무리가 없고, 신규 항공기 추가 도입과 적극적인 마케팅을 이어가며 M/S 1위 지위를 이어가는 가운데 항공기 도입 방식 다변화를 시도하며 추가적인 비용 절감 노력도 이어가고 있다. 무엇보다 현재 매출액의 7.3% 수준인 부가 사업 비중을 여행객의 저항 없이 얼마나 빠르게 상승시켜 낮은 항공권 가격을 유지시키는 지가 관건이 될 것이다.

해외 여행 최성수기인 지난 3Q 제주항공은 매출액 2,133억원(YoY 기준 +28.0%)와 영업이익 347억원(+269.4%)을 달성했을 것으로 예상된다. 항공기 확대 투입으로 높은 매출 증가세가 이어지는 가운데 해외 여행을 주저할 만한 악재가 없었고, 저유가로 유류비 증가폭도 제한적이었던 영향으로 판단한다. 우리는 단거리 노선의 수요 확보 경쟁이 마무리되지 않았다는 점에서 4Q 다시 운임 경쟁 가능성이 남아 있고, 신규 단거리 노선 확보가 쉽지 않아 해외 LCC와 비교하기에는 무리가 있다고 판단하지만 17년과 18년 4대씩 순증되는 항공기를 통해 높은 성장을 이어갈 수 있다는 점과 부가 매출 비중을 성공적으로 높이고 있다는 점, 그리고 난립하고 있는 LCC내에서의 1위 기업으로 차별화를 만들어 내고 있다는 점은 긍정적 요인이라고 판단한다. 따라서 목표주가 '39,000원'과 투자 의견 'BUY'로 Coverage를 개시한다.

제주항공 분기별 영업이익



자료: 제주항공, 키움증권 추정

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	5,106	6,081	7,341	8,398	9,609
매출원가	4,233	4,861	5,811	6,497	7,317
매출총이익	873	1,220	1,529	1,901	2,292
판매비및일반관리비	578	706	874	1,002	1,148
영업이익(보고)	295	514	655	899	1,145
영업이익(핵심)	295	514	655	899	1,145
영업외손익	25	16	86	76	87
이자수익	36	25	40	27	31
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	86	137	50	0	0
이자비용	0	1	4	4	4
외환손실	74	106	48	0	0
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-1	-22	-1	0	0
금융상품평가및기타금융이익	42	72	36	0	0
기타	-65	-89	13	52	60
법인세차감전이익	320	530	741	975	1,232
법인세비용	0	58	155	201	255
유효법인세율 (%)	0.0%	11.0%	20.9%	20.7%	20.7%
당기순이익	320	472	586	773	977
지분법적용순이익(억원)	320	472	586	773	977
EBITDA	379	612	738	1,030	1,316
현금순이익(Cash Earnings)	404	569	668	904	1,149
수정당기순이익	#VALUE!	427	559	773	977
증감율(% YoY)					
매출액	17.6	19.1	20.7	14.4	14.4
영업이익(보고)	73.4	74.2	27.5	37.2	27.3
영업이익(핵심)	73.4	74.2	27.5	37.2	27.3
EBITDA	52.9	61.3	20.6	39.6	27.8
지배주주지분 당기순이익	62.9	47.3	24.3	32.0	26.3
EPS	62.9	41.2	10.1	32.0	26.3
수정순이익	N/A	N/A	31.0	38.3	26.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	603	721	690	951	1,203
당기순이익	320	472	586	773	977
감가상각비	66	73	62	114	158
무형자산상각비	18	24	20	17	14
외환손익	-17	-18	-2	0	0
자산처분손익	1	22	1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	149	51	21	47	54
기타	67	97	2	0	0
투자활동현금흐름	-46	-1,520	-714	-664	-701
투자자산의 처분	62	-1,177	-306	-257	-294
유형자산의 처분	0	168	0	0	0
유형자산의 취득	-39	-406	-406	-406	-406
무형자산의 처분	-16	-5	0	0	0
기타	-53	-100	-1	0	0
재무활동현금흐름	0	1,274	95	80	91
단기차입금의 증가	0	194	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	1,080	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	95	80	91
현금및현금성자산의순증가	568	482	71	368	593
기초현금및현금성자산	208	776	1,258	1,329	1,697
기말현금및현금성자산	776	1,258	1,329	1,697	2,290
Gross Cash Flow	454	670	669	904	1,149
Op Free Cash Flow	#VALUE!	195	193	453	687

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,780	3,555	4,509	5,334	6,452
현금및현금성자산	776	1,258	1,329	1,697	2,290
유동금융자산	292	1,467	1,771	2,026	2,318
매출채권및유동채권	662	769	1,335	1,527	1,747
재고자산	51	61	74	85	97
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	856	1,223	1,323	1,665	1,974
장기매출채권및기타비유동채권	462	666	440	504	577
투자자산	0	11	13	15	17
유형자산	316	412	756	1,048	1,297
무형자산	78	116	96	80	66
기타비유동자산	0	17	17	18	18
자산총계	2,637	4,777	5,832	6,999	8,427
유동부채	1,359	2,000	2,374	2,687	3,046
매입채무및기타유동채무	1,329	1,751	2,113	2,418	2,766
단기차입금	0	197	197	197	197
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	30	52	63	72	83
비유동부채	477	459	554	634	726
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	477	459	554	634	726
부채총계	1,836	2,459	2,928	3,321	3,772
자본금	1,100	1,295	1,295	1,295	1,295
주식발행초과금	0	880	880	880	880
이익잉여금	-297	136	722	1,495	2,473
기타자본	-2	7	7	7	7
지배주주지분자본총계	801	2,318	2,904	3,678	4,655
비지배주주지분자본총계	801	2,318	2,904	3,678	4,655
자본총계					
순차입금	-1,068	-2,528	-2,903	-3,526	-4,411
총차입금	0	197	197	197	197

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	1,454	2,054	2,262	2,985	3,772
BPS	3,639	8,948	11,210	14,195	17,967
주당EBITDA	1,723	2,664	2,847	3,975	5,081
CFPS	1,836	2,479	2,579	3,490	4,435
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	21.2	19.5	17.7	13.4	10.6
PBR	8.5	4.5	3.6	2.8	2.2
EV/EBITDA	14.7	12.9	10.1	6.7	4.5
PCFR	16.8	16.2	15.5	11.5	9.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.8	8.5	8.9	10.7	11.9
영업이익률(핵심)	5.8	8.5	8.9	10.7	11.9
EBITDA margin	7.4	10.1	10.0	12.3	13.7
순이익률	6.3	7.8	8.0	9.2	10.2
자기자본이익률(ROE)	49.6	30.2	22.4	23.5	23.5
투자자본이익률(ROIC)	N/A	212.2	133.1	106.7	102.8
안정성(%)					
부채비율	229.2	106.1	100.8	90.3	81.0
순차입금비율	-133.3	-109.0	-100.0	-95.9	-94.8
이자보상배율(배)	N/A	734.3	163.1	221.8	282.2
활동성(배)					
매출채권회전율	9.1	8.5	7.0	5.9	5.9
재고자산회전율	114.2	108.5	108.6	106.0	106.0
매입채무회전율	4.4	3.9	3.8	3.7	3.7

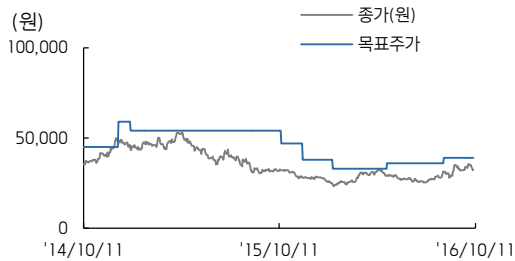
투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
대한항공 (003490)	2014/10/14	BUY(Maintain)	45,000원
	2014/11/11	BUY(Maintain)	45,000원
	2014/12/15	BUY(Maintain)	59,000원
	2015/01/07	BUY(Maintain)	54,000원
	2015/02/13	BUY(Maintain)	54,000원
	2015/05/15	BUY(Maintain)	54,000원
	2015/06/09	BUY(Maintain)	54,000원
	2015/07/01	BUY(Maintain)	54,000원
	2015/10/15	BUY(Maintain)	47,000원
	2015/11/24	BUY(Maintain)	38,000원
	2016/01/19	BUY(Maintain)	33,000원
	2016/02/03	BUY(Maintain)	33,000원
	2016/04/29	BUY(Maintain)	36,000원
	2016/06/03	BUY(Maintain)	36,000원
	2016/07/18	BUY(Maintain)	36,000원
	2016/08/16	BUY(Maintain)	39,000원
	2016/10/11	BUY(Maintain)	40,000원

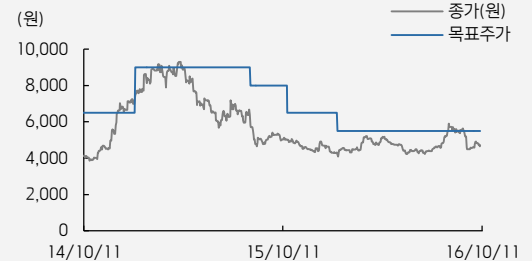
종목명	일자	투자 의견	목표주가
아시아나항공 (020560)	2014/10/17	BUY(Maintain)	6,500원
	2014/11/07	BUY(Maintain)	6,500원
	2015/01/13	BUY(Maintain)	9,000원
	2015/05/11	BUY(Maintain)	9,000원
	2015/08/12	BUY(Maintain)	8,000원
	2015/10/15	BUY(Maintain)	6,500원
	2016/01/19	BUY(Maintain)	5,500원
	2016/06/03	BUY(Maintain)	5,500원
	2016/07/18	BUY(Maintain)	5,500원
	2016/10/11	BUY(Maintain)	5,500원
제주항공 (089590)	2016/10/11	BUY(Initiate)	39,000원

목표주가 추이 (2개년)

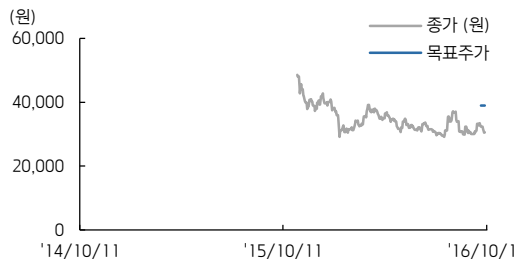
대한항공(003490)



아시아나항공(020560)



제주항공(089590)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)	업종	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2015/10/1~2016/9/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156	95.71%
중립	7	4.29%
매도	0	0.00%